

"FINANZA D'IMPRESA AL BIMBO"

FRANCO ANGELO 2005

8. Le operazioni di *private equity* e di *management buy-out* come strumento a supporto del processo di ricambio generazionale e alla creazione di imprenditorialità diffusa di Fabio Sattin

Esperti di finanza, operatori e giornalisti economici, tutti concordano sul fatto che i prossimi anni saranno caratterizzati da un aumento dell'attività di *private equity* sia in Europa che nel nostro Paese. Basta menzionare le operazioni SEAT, Teksid, Ferretti, Galbani e molte altre per rendersi conto della grande portata che tale fenomeno sta avendo anche in Italia. Con più di 24 miliardi di Euro investiti solo nel 2002, 10.000 operazioni effettuate e 27 miliardi di euro raccolti per nuovi investimenti, la crescente importanza di tale attività a livello europeo è evidente. Evidente è anche l'impatto di tale attività sulla media e piccola impresa in particolare per quanto riguarda la delicata fase di ricambio generazionale. Basti dire che nel 2002 il 74% delle operazioni di *private equity* condotte in Italia (fonte AIF yearbook 2003) sono state realizzate su società con meno di 200 dipendenti, quindi di dimensioni medio piccole ed a carattere prevalentemente familiare.

Considerata l'importanza del fenomeno è opportuno chiedersi quale possa essere in prospettiva l'impatto economico e sociale di tale attività e come tale attività possa supportare la fase di ricambio generazionale nonché quella di creazione di imprenditorialità diffusa e competente.

Per rispondere a questa domanda, sono state realizzate numerose ricerche le quali, seppure con metodologie diverse, concordano nell'affermare che l'attività di *private equity* rappresenta uno degli strumenti più importanti ed innovativi per supportare il processo di sviluppo economico delle imprese aumentando la capacità competitiva e massimizzandone lo sviluppo supportando ed agevolando efficacemente la fase di trapasso generazionale.

In un recente studio condotto dall'Università di Nottingham sull'impatto economico e sociale dell'attività di *private equity* in Europa, il 95% delle società intervistate ha risposto che senza l'intervento finanziario degli operatori del *private equity* le loro società o non sarebbero esistite o si sarebbero sviluppate molto meno velocemente. Tale impatto economico positivo non riguarda solamente gli interventi di finanziamento in società neonate o di pic-

ole dimensioni (il c.d. *Venture Capital*), i cui effetti positivi per lo sviluppo delle aziende sono noti ed evidenti, ma anche l'attività di buy-out che rappresenta, da sempre, il comparto ove vengono investite la maggior parte delle risorse di questo settore. Anche in questo caso, numerose ricerche hanno dimostrato che questa tipologia di investimento, che consente al management (che spesso ha la migliore competenza per condurre l'azienda, ma non le risorse finanziarie) di capitalizzare su tale professionalità diventando di fatto imprenditore di se stesso, è molto utile e funzionale al processo di crescita e consolidamento delle imprese ottimizzando le condizioni di sviluppo e competitività risultando di fatto un efficacissimo e diffuso strumento per supportare il processo di rinnovamento e ricambio generazionale delle imprese europee ed anche italiane.

Vale quindi la pena di concentrarsi specificatamente su tale tipologia di intervento, il buy-out, che rappresenta oltre il 60% delle risorse investite in Europa nel settore del *private equity* (EVCA, Yearbook 2003) facendone di gran lunga l'attività più importante e quindi quella con maggiore impatto a livello di sviluppo ed economico sociale.

Iniziate nel dopoguerra, le operazioni di buy out venivano effettuate da parte di imprenditori, a volte supportati da operatori finanziari specializzati merchant banker e operatori di *private equity*) e comunque dal sistema bancario che, attraverso la tecnica finanziaria del *leveraged buy-out*¹ potevano spendere velocemente le loro aree di attività.

Capostipite dei *merchant banker* (che oggi definiremmo private equity investor) specializzati in questo genere di operazioni fu il giovane George Ohrstrom, prematuramente scomparso nel 1955, che utilizzando la tecnica di acquisire le società «with their own cash», effettuò delle interessanti operazioni che oggi definiremmo di creazione di poli industriali, o di *cluster venture*, come nel caso della costituzione dei gruppi industriali Carlisle e Dover. Sembrere negli stessi anni, altri operatori finanziari, come Henry Hillmann di Pittsburgh, Carl Hess della AEA Investors, Dyson-Kissner-Moran, Laird & Company, e nelle operazioni che oggi chiameremmo *turnaround*, Clayton, Rublier & Rice, seguirono questo nuovo interessante e profittevole filone.

Verso la metà degli anni sessanta, alcune società finanziarie più aggressive iniziarono a organizzare operazioni di buy-out ricorrendo a finanziamenti di

tipo non garantito da attività reali e quindi identificando nelle prospettive future dei *cash flow* generati dalle aziende acquisite l'elemento principale sul quale basare la decisione di investimento e di finanziamento.

Ed è proprio la tecnica del *leveraged buy-out* ed in particolare la possibilità di ricorrere a finanziamenti garantiti dai futuri redditi derivanti dalla società acquisita che consente, nella pratica, il sostanziale e consistente coinvolgimento di manager e lavoratori nell'azionariato delle società. Per manager e lavoratori, infatti, l'unico modo per ottenere i fondi necessari per acquisire azioni in quantità significativa è quello di garantire i finanziamenti necessari al loro acquisto con la loro capacità e dedizione, non avendo generalmente altro da dare in garanzia se non la loro professionalità e la loro competenza operativa e gestionale.

Per i finanziatori coinvolti, tale impostazione consentiva di ottenere ritorni sia dagli interessi corrisposti sia dai guadagni in conto capitale (*capital gain*) potenzialmente realizzabili in quanto direttamente coinvolti nell'azionariato delle società acquisite.

In questo periodo "pionieristico", le società oggetto di queste operazioni erano prevalentemente medie imprese private (nel senso di non quotate) con una buona situazione di redditività e i livelli di leverage raggiunti non erano mai estremamente elevati. Le dimensioni relativamente piccole di queste operazioni non hanno però impedito, sin da questo primo periodo, di fare realizzare agli investment banker e ai manager coinvolti notevolissimi guadagni, cosicché in breve tempo numerosi operatori specializzati iniziarono a operare sistematicamente in questo campo. Tra questi, la società di investimento più importante e famosa e che in qualche modo rappresenta la storia stessa delle operazioni di *leveraged buy-out* negli Stati Uniti è la Kolberg Kravis Roberts, chiamata più comunemente KKR.

Proprio in questo periodo, infatti, avvenne un significativo cambiamento nelle modalità attraverso le quali effettuare questo genere di operazioni. Principalmente per ragioni connesse all'evolversi del processo inflazionistico, si ritornarono a usare in modo sostanziale, ma su dimensioni significativamente più grandi, le attività della società target quali garanzia dei finanziamenti effettuati (*secured transaction*). Queste società, data la loro maggiore dimensione, erano spesso quotate in mercati borsistici regolamentati.

Il fatto che le società fossero di grandi dimensioni e quotate, unitamente al progressivo aumentare dei livelli di indebitamento utilizzati per effettuare le operazioni, fece sì che una delle competenze fondamentali degli operatori divenisse quella di ideare e realizzare strutture finanziarie sempre più articolate e complesse che consentissero di massimizzare l'effetto della leva finanziaria e conseguentemente minimizzassero la componente di investimento in conto capitale da parte dell'investitore nel capitale di rischio. In tal modo il mana-

¹ Tale tecnica consente di effettuare un'acquisizione ricorrendo, per il pagamento del prezzo, a finanziamenti presi a prestito da enti bancari che vengono poi rimborsati agli enti finanziari tramite l'utilizzo dei flussi di cassa generati dalle stesse aziende acquisite. Tali finanziamenti possono a loro volta essere garantiti da attività reali (*secured*) o solamente dai flussi di cassa potenzialmente generabili dalla società acquisita (*unsecured*). Per una più approfondita disamina dell'argomento, veda tra gli altri, Gervasoni, Sattin, *Private Equity e Venture Capital*, Guerini e Associati, 2000, in particolare il capitolo 5 intitolato "Le operazioni di leveraged buy-out".

gement delle società, tipicamente investitore nel capitale di rischio nelle operazioni di LBO, riusciva a massimizzare l'ammontare della partecipazione nella società a fronte di un investimento che, per evidenti ragioni, rappresentava spesso una piccolissima parte degli ammontari necessari a realizzare l'operazione di acquisto.

Il primo *leveraged buy-out* dell'era "moderna" può essere identificato nell'acquisizione della Houndaille Industries, società di medie dimensioni quotata in borsa, acquistata e "privatizzata" attraverso la strutturazione di un'operazione di *leveraged buy-out* organizzata proprio dalla KKR nel 1979. Sempre in questi anni si registrava un'entrata consistente delle banche commerciali in questo genere di attività. Dal 1980 in poi, l'abbondante liquidità disponibile e la conseguente contrazione degli spread ha spinto i soggetti finanziari, e in particolare le banche commerciali, ad accettare il rischio di operazioni di tipo unsecured pur di migliorare i loro ritorni sui finanziamenti. Le stesse banche commerciali, inoltre, attraverso investment bank e società di *private equity* di loro emanazione, hanno iniziato ad essere spesso presenti anche come finanziatori del capitale di rischio, aggiungendo cioè alle aspettative di ritorno in termini di interessi quelle relative a possibili guadagni in conto capitale.

Questa tendenza continua ancora oggi, e specialmente per le operazioni di grandi dimensioni si registrano rilevanti porzioni di finanziamento non garantite da attività e una consistente partecipazione dei finanziatori in posizioni più assimilabili al capitale di rischio che non al tradizionale finanziamento.

La sempre più articolata sofisticazione finanziaria ha portato, prevalentemente nel mercato statunitense, alla strutturazione di operazioni di LBO aventi una logica diversa rispetto a quella per così dire "tradizionale" che vedeva nel *cash flow* generato dall'attività corrente il fulcro sul quale basare il ripagamento dell'indebitamento contratto per l'effettuazione dell'operazione. In particolare negli Stati Uniti, la presenza di numerose aziende di tipo conglomerale è stato uno degli elementi principali per lo sviluppo dei cosiddetti *break up deal*².

In questo tipo di operazioni, il ripagamento del debito non deriva, come visto fino a ora, dalle capacità dell'azienda di generare *cash flow* il più abbondanti possibile, ma prevalentemente dal ricavo ottenuto dalla vendita di parti della società stessa.

Oggetto di queste cessioni sono generalmente le attività ritenute meno essenziali e comunque necessariamente quelle aventi caratteristiche di autonomia e bassa interdipendenza con il resto della struttura. Una famosa operazione di questo tipo è stata quella che ha avuto come oggetto la società statuni-

tense Nabisco² quotata al NYSE e acquistata dopo una «epica» battaglia dalla KKR nel 1989 per un valore complessivo di oltre 31 miliardi di dollari, l'80% dei quali finanziato attraverso indebitamento.

Dall'inizio degli anni Ottanta, la tecnica del *leveraged buy-out* è stata sostanzialmente estesa a quasi tutti i settori merceologici fino a essere addirittura utilizzata per acquisire il controllo in società operanti nei settori finanziario e assicurativo, come le acquisizioni effettuate, sempre da KKR, della First Interstate Bank in California, nel 1988, della Bank of New England, nel 1991, della American Re Corporation (assicurazioni) nel 1992 e del Canadian General Insurance Group nel 1995.

Dal 1996, si sono inoltre sviluppate le cosiddette operazioni di "*leveraged build up*", che vedono la collaborazione di gruppi di manager e operatori finanziari specializzati nella formazione, tramite acquisizioni utilizzando la tecnica del LBO, di gruppi industriali operanti in settori specifici. Si prenda ad esempio l'esperienza del fondo specializzato lanciato da KKR denominato K-III che, tra il 1989 e il 1994, ha acquisito assieme a un gruppo di manager ben 63 società operanti nel settore media e comunicazioni, creando un gruppo di dimensioni paragonabili a quelle della Macmillian e in grado di competere efficacemente a livello mondiale.

Numerosi altri cambiamenti sono avvenuti in circa 30 anni di storia dei LBO negli Stati Uniti, anche per quanto riguarda altri aspetti di natura tecnico-operativa connessi alla loro realizzazione, quali le modalità attraverso cui mascherare l'eccessivo indebitamento, le tecniche di protezione da sbalzi nei tassi di interesse, l'utilizzo dei vantaggi fiscali, il coinvolgimento del management e dei dipendenti nelle operazioni, e molti altri³.

Sebbene sia certamente interessante approfondire ulteriormente questi aspetti di carattere "storico", si ritiene ora utile soffermarsi su un aspetto particolarmente importante che è quello relativo alla tendenza a effettuare operazioni sempre più aggressive, aventi cioè rapporti di indebitamento sempre più elevati.

Questa tendenza, infatti, non è stata certo indolore e non mancano gli esempi di clamorosi insuccessi, anche a causa dell'utilizzo di forme di finanziamento il cui nome dovrebbe già da solo indurre a una certa cautela – ci si riferisce in particolare ai *junk bond*, letteralmente, "obbligazioni spazzatura" – che a suo tempo hanno mietuto parecchie vittime tra i loro sottoscrittori.

2. Sull'argomento Burrough, Helyar, *Barbarians at the Gate*, 1990, Anders, *Merchants of debt*, 1988.

3. Per una disamina di alcuni strumenti tipicamente utilizzati dalle *investment bank* si vedano tra gli altri: Geisst, *Investment Banking in the Financial Systems*, 1995; Hayes II – Hubbard, *Investment Banking*, 1990; Liaw, *The business of Investment Banking*, 1999.

Questo genere di considerazioni ha evidentemente suscitato negli Stati Uniti alcune critiche relativamente alle operazioni di LBO. L'accesso dibattuto, connesso principalmente alle conseguenze del lunedì di Wall Street, sul ruolo dei mercati finanziari e sul loro funzionamento accentua ulteriormente le considerazioni di natura polemica. Non è certo nostra intenzione entrare nel vivo di questo dibattito. Quello che tuttavia si può affermare, anche se può sembrare una considerazione banale (e questo dovrebbe servire da insegnamento per quei Paesi che si affacciano oggi a questo tipo di operazioni) è che, queste operazioni finanziarie, come molte altre, sono significativamente e inevitabilmente correlate all'andamento globale dell'economia del Paese (che per noi vuole dire Europa, non solamente Italia) in cui si sviluppano e in particolare alle alternative di investimento presenti.

L'esperienza statunitense ha inoltre chiaramente reso evidente che esistono dei limiti oltre i quali i rischi di un eventuale insuccesso aumentano enormemente. Tuttavia, identificare questi limiti è un'operazione estremamente difficile, se non impossibile da affrontare in termini generali.

Ferma restando quindi la giusta e necessaria tutela con la quale debbono essere coperti i soggetti suscettibili di venire eventualmente e ingiustamente danneggiati dalle operazioni in questione, il livello di rischio accettabile da un imprenditore rimane sempre necessariamente un giudizio di tipo soggettivo e quindi non valutabile sulla base di parametri oggettivi.

Quello che è invece importante sottolineare è che tale fenomeno non è certamente rimasto confinato ai "capitalisti" statunitensi ma anzi, con modalità applicative a volte differenti, ma con obiettivi ed impostazione pratica sostanzialmente identiche, si è ampiamente sviluppato anche nel nostro continente e, seppure recentemente, anche nel nostro Paese.

Le operazioni di *buy-out* rappresentano infatti una delle modalità principali per consentire lo sviluppo democratico dell'attività imprenditoriale e per diffondere l'azionariato a classi sempre più ampie di dipendenti e non a caso tali operazioni sono diventate la più importante categoria di investimento nell'ambito dell'attività di *private equity* anche nel vecchio continente.

In Inghilterra, dove i principi di democrazia, equità sociale, pari opportunità, rispetto e valorizzazione delle professionalità individuali hanno radici profonde e consolidate, vengono creati con queste operazioni oltre 1000 nuovi imprenditori all'anno, e migliaia di lavoratori vengono direttamente coinvolti nell'azionariato e divengono anch'essi, per certi versi, "imprenditori" nell'ambito delle loro società.

L'utilizzo della leva finanziaria è stato naturalmente determinante e decisivo per la realizzazione di tali operazioni in quanto, senza di essa la quasi totalità di queste operazioni non si sarebbe potuta realizzare⁴.

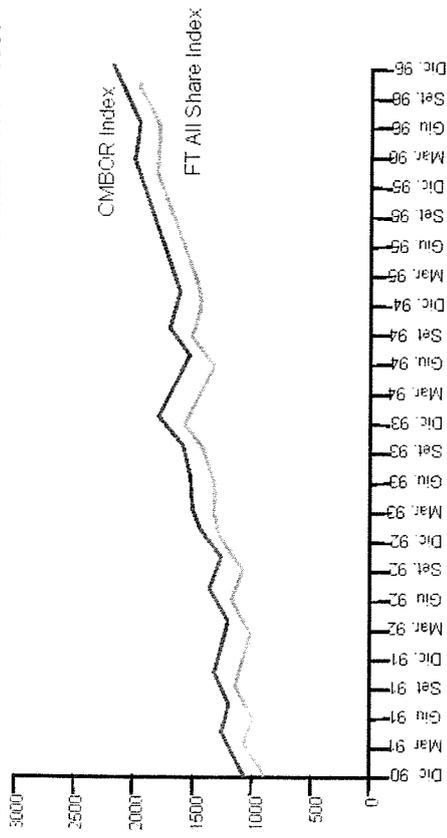
È bene inoltre sottolineare che l'utilizzo della leva finanziaria, indispensabile per effettuare queste operazioni non sta necessariamente a significare che le imprese oggetto di tali operazioni abbiano maggiori problemi di altre in quanto maggiormente indebitate. I recenti scandali aziendali, verificatisi purtroppo anche nel nostro Paese, dimostrano chiaramente ed inequivocabilmente che l'utilizzo dell'indebitamento e della leva finanziaria non è certo terreno esclusivo degli investitori "finanziari" ma anzi, gruppi imprenditoriali industriali, o presunti tali, ne hanno fatto spesso ricorso in modo eccessivo e a volte dissennato, andando ben oltre quanto normalmente consentito ed accettabile anche dal più spregiudicato degli investitori finanziari. La leva finanziaria viene usata da sempre e da tutti: c.d. "finanziari" e "imprenditori", separazione concettuale peraltro sempre più difficilmente percettibile nell'attuale contesto economico internazionale. Il problema quindi non è l'uso o il non uso della leva finanziaria. Il problema è "come" viene utilizzata la leva finanziaria e quali limiti si pongono al suo corretto utilizzo.

A livello statistico, è risultato che le aziende oggetto di operazioni di MBO, ancorché maggiormente indebitate, hanno avuto una performance media superiore a quella delle altre aziende loro dirette concorrenti. Il *Centre for Management Buy Out Research* dell'Università di Nottingham ha addirittura ideato un indice specifico, il *CMBOR Index*, con anno base 1990, che analizza la performance delle società quotate al *London Stock Exchange* le quali siano state, prima della quotazione, oggetto di operazioni di MBO o di MBI.

Come possiamo vedere dalla figura 1, nel periodo che va fino al 1996 queste imprese hanno avuto una performance media sempre superiore a quella dell'indice base di paragone della Borsa di Londra, *FT All Share Index*.

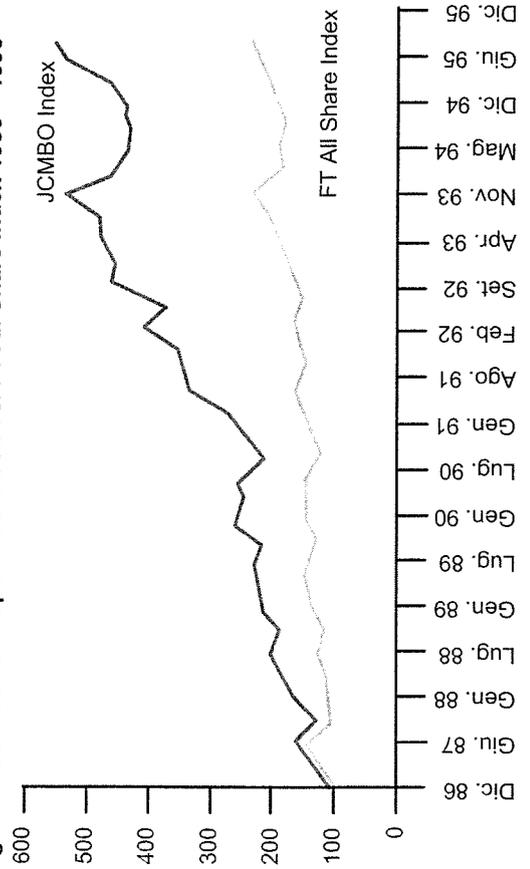
4. A dimostrazione di come la tecnica del leverage sia strettamente funzionale ed indispensabile per la realizzazione di operazioni di acquisto di azioni anche da parte di ampie categorie di lavoratori si veda, tra le altre, la pubblicazione "*Leveraged ESOP's and Employee Buyouts*" di NCEO, National Center for Employee Ownership, dove viene chiaramente spiegato nel dettaglio l'utilizzo della leva finanziaria, cioè della tecnica del leveraged buyout, a supporto delle operazioni di acquisto di azioni da parte dei dipendenti. Il NCEO è l'organizzazione nazionale statunitense "non profit" che centralizza e coordina l'attività di ricerca e di raccolta di informazioni riguardanti i piani ESOP ed in generale di tutte le tematiche riguardanti le varie forme di partecipazione finanziaria ed azionaria dei dipendenti.

Fig. 1 – Performance of CMOBR Index Vs FT All Share Index 1991 – 1997



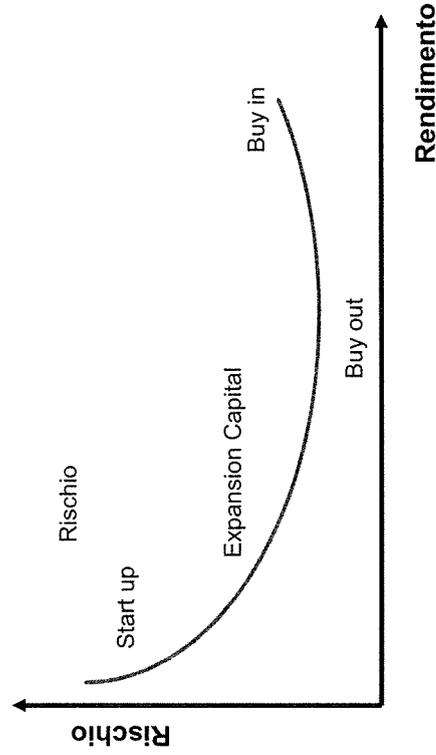
Un simile indice è stato anche elaborato dalla HSBC James Capel e denominato *JCMBO Index*. Avviato nel 1986, questo indice include tutte le operazioni di MBO la cui capitalizzazione di mercato superi i 40 milioni di sterline e che sono ricorse alla quotazione in un mercato regolamentato, in particolare il *London Stock Exchange*, allo scopo di reperire le risorse finanziarie necessarie alla realizzazione dell'operazione. Anche quest'indice, del quale si mostra di seguito, a titolo esemplificativo, l'andamento tra il 1986 e il 1995, evidenzia come queste aziende, sempre se paragonate al *FT All Share Index*, hanno mediamente registrato una performance significativamente superiore.

Fig. 2 – HSBC James Capel MBO Index Vs. FT All Share Index 1986 – 1995



Va anche decisamente smentita la considerazione in base alla quale spesso si ritiene che un'operazione di management *buy-out* sia potenzialmente più esposta al rischio di insuccesso rispetto ad altre tipologie di investimento. Come evidenziato dal grafico che segue, le operazioni di *buy-out* e di *buy-in* sono quelle che statisticamente presentano i minori insuccessi a fronte, peraltro, di ritorni in media estremamente più elevati rispetto alle altre modalità di intervento tipiche del *private equity*.

Fig. 3 – Il rapporto tra rischio e rendimento delle operazioni di investimento nel capitale di rischio. Tratto da C. Gonsor, "The evolution of the MBO in the U.K. in the last years", intervento alla conferenza organizzata da IRI, Milano, 16 giugno 1988



Queste rilevazioni statistiche di fatto non fanno che confermare un concetto che a molti operatori del settore è noto, anche se a livello intuitivo.

In sostanza, dimostrano in modo inequivocabile che le aziende condotte da persone capaci, motivate e soprattutto direttamente coinvolte nell'azionariato e quindi esposte, nel bene e nel male, alle conseguenze economico finanziarie dell'andamento aziendale, possiedono una maggiore probabilità di avere successo e che questo coinvolgimento diretto e la partecipazione dei dipendenti ha generalmente più che bilanciato gli effetti, peraltro temporanei, del maggiore indebitamento contratto per effettuare l'operazione di management *buy-out*.

Non si dimentichi, infine, che i *leveraged buy-out* hanno sempre rappresentato e rappresentano ancora un importantissimo strumento per l'attività di sviluppo e crescita aziendale, consentendo ad aziende con buone idee, management professionale ed esperto e con voglia di crescere e aumentare il pro-

prio ruolo competitivo, di accelerare il loro processo di sviluppo attraverso acquisizioni⁵.

Abbiamo quindi visto come in tutti i mercati economici e finanziari più evoluti una delle modalità principali per consentire la diffusione dell'attività imprenditoriale e l'allargamento dell'azionariato ai dipendenti in modo sostanziale ed effettivo, siano le operazioni di *management buy-out* e come l'utilizzo della leva finanziaria in queste operazioni sia spesso determinante e indispensabile per la loro concreta realizzazione.

A questo punto, torniamo al nostro Paese e cerchiamo di trarre qualche conclusione e magari qualche utile indicazione da quanto abbiamo appena esaminato.

Quello che credo valga la pena di sottolineare è che, anche e soprattutto nel nostro Paese, dove la creazione di imprenditorialità diffusa e in particolare la partecipazione della popolazione all'azionariato delle società è addirittura un diritto costituzionalmente garantito, si ritiene che le operazioni di *management buy-out* (e conseguentemente quelle di *leveraged buy-out*, in quanto a queste strettamente legate e funzionali alla loro pratica realizzazione) debbano essere considerate con positività per fare in modo che il grande problema del trapasso generazionale, che molte delle nostre aziende stanno vivendo in questi anni, possa essere affrontato con successo e soprattutto sulla base di criteri di professionalità e competenza, gli unici, a nostro avviso, in grado di salvaguardare in modo sostanziale e duraturo il benessere dell'economia, delle aziende e di quanti da queste traggono ragione di sostentamento e di sviluppo, i lavoratori *in primis*.

Non è quindi pensabile che, in un mercato finanziario unico e integrato, si possano seguire impostazioni legislative non allineate rispetto a quelle degli altri paesi o, peggio, si mettano gli operatori, siano essi nazionali o internazionali, in una situazione di incertezza per quanto attiene la strutturazione e realizzazione di queste operazioni.

Va quindi visto positivamente l'orientamento che è stato imboccato a livello legislativo per consentire il sano e corretto sviluppo di queste metodologie di investimento anche nel nostro Paese.

Il problema comunque non è la realizzabilità o meno di queste operazioni: in un mercato comune integrato, infatti, il problema non si pone e sarebbe quantomeno curioso scoprire che in Italia si debbano ritenere queste operazioni, effettuate a migliaia ogni anno nel mondo, e in numero comunque consi-

stente anche nel nostro Paese nell'arco degli ultimi dieci anni, in qualche modo di incerta realizzabilità⁶.

Si pone semmai un problema di carattere sostanziale e di impostazione generale della nostra politica economica e finanziaria, anche in relazione a quella adottata dagli altri stati membri della comunità alla quale oggi apparteniamo. Non fare chiarezza sugli aspetti connessi alla realizzazione di operazioni che non solo sono da tempo consolidate nell'ambito di tutti i paesi finanziariamente evoluti, ma che, se bene utilizzate, possono rappresentare e di fatto hanno rappresentato uno dei principali strumenti attraverso il quale consentire la creazione di un'imprenditorialità diffusa e che veda nelle competenze professionali e imprenditoriali, nella creatività e nella voglia di rischiare il fulcro dello sviluppo aziendale, significa sostanzialmente porre un ostacolo irrazionale e antistorico allo sviluppo della nostra economia⁷.

Non valutare positivamente, o addirittura ostacolare lo sviluppo di queste operazioni, significa di fatto sostenere e avvalorare la tesi di quanti affermano

6. È curioso notare che ancora si discute sulla presunta «licetità» di queste operazioni, quando, già nel 1988 veniva pubblicato il libro *Leveraged Buyouts: un istituto da diffondere anche in Italia?*, di Grassini, Bona (1988), con interventi autorevoli quali quelli di Gianni Zandano, Enzo Berlanda, Beniamino Andreatta, Franco Modigliani e altri, i quali, dando per consolidato questo strumento nelle realtà internazionali, ne analizzavano prospettive di sviluppo e potenzialità per il mercato italiano, commentando anche nel dettaglio strutture e modalità delle prime operazioni realizzate nel nostro Paese. Sempre sulla crescente diffusione delle operazioni di leveraged buy out in Europa, si veda "Buyout Fever". *Business Week* (Reed, 14 agosto 1999).

7. È interessante notare che l'Italia ha storicamente una grande tradizione in tal senso. La città di Venezia si formò per la fusione dei proprietari terrieri che fuggivano dalla terraferma con i barcaioli delle lagune. Il primo grande mercante veneziano che si conosca, Sebastiano Ziani, eletto doge nel 1172, aveva realizzato una fortuna basandosi sul commercio e per molti secoli dopo la sua epoca la politica della città-nazione di Venezia fu sempre improntata a seguire gli interessi e le esigenze degli uomini che cercavano, con spirito imprenditoriale e di avventura, nuove ricchezze ed espansione nel commercio marittimo. Determinante in tal senso fu anche il ruolo dei banchieri veneziani che spesso partecipavano direttamente alle iniziative commerciali dei loro affidati, condividendone guadagni e perdite. Fu proprio questa politica e l'importanza, anche a livello socio-culturale, data all'iniziativa commerciale e imprenditoriale, a elevare Venezia al di sopra delle comunità circostanti quanto a ricchezza e potere. Da *Merchant of Venice* (Lane, 1944, ed. it. 1982 e 1996). In generale, esistono numerosi studi e ricerche che dimostrano il positivo impatto economico e sociale di questo tipo di operazioni. In Europa tali studi sono condotti da alcuni organismi come il CMBOR (Centre for Management buy out Research) dell'Università di Nottingham, dall'INSEAD di Fontainebleau, che ha realizzato uno studio dal titolo "*Value Creation in European LBO's*" o, nel nostro Paese, dall'Università LIUC di Castellanza (Varese) che ha in corso uno studio approfondito sugli effetti economici di tali operazioni in Italia. Per quanto riguarda gli Stati Uniti, si vedano tra gli altri, il libro *The New Financial Capitalist: Kohlberg Kravis Roberts and the Creation of Corporate Value*, di Backer (Harvard Business School) e Smith (New York University), 1998. Per quanto riguarda il contesto italiano, Ferrario, *Management Buy Out: strumenti finanziari per un'imprenditorialità diffusa* 1991.

5. Si veda in tal senso Golden, Little, "Leveraged Buyouts as a Corporate Development Tool", *The Journal of Business Strategy*, 1984.

che la conservazione e la protezione delle posizioni acquisite (cosa peraltro rispettabilissima se effettuata non a scapito del mercato, della professionalità, della trasparenza e dello sviluppo economico e sociale nazionale) sia il principale, se non l'unico, modello di riferimento possibile e sostenibile dalla nostra economia. Questa importante considerazione, se vale per le operazioni di *management buy-out*, vale ancora di più se riferita all'attività di *private equity* nel suo complesso.

Non è certo un caso che la Borsa Italiana Spa, nella riforma regolamentare riguardante il nuovo mercato, abbia richiesto, per le società che vogliono quotarsi in tale mercato e che hanno meno di tre anni di vita, che sia presente da almeno un anno nella loro compagine sociale un operatore del *private equity*.

In effetti, in tutto il mondo industrializzato ci si è resi conto che l'attività di *private equity*, seppure sviluppatasi nell'ambito di una cultura liberista e capitalistica, risulta essere, nei fatti, molto più efficace per lo sviluppo delle società e dell'economia nonché per la creazione "democratica" di imprenditorialità diffusa e competente, che non gli interventi di natura pubblica.

Questi ultimi, infatti, all'apparenza maggiormente orientati a logiche sociali e di sviluppo diffuso e democratico, spesso creano solamente effetti distorcimenti rispetto al corretto sviluppo competitivo, allocando in modo errato ed inefficenze le risorse ed alimentando una "cultura imprenditoriale" demagogica, non orientata ai risultati ed estranea a logiche di mercato e di cui oggi più che mai si capisce, con dolorosa evidenza, quanto male ha fatto alla nostra economia ed alle nostre imprese. In tal senso, l'attività di *private equity* è molto più "democratica" e socialmente corretta in quanto mette sempre e comunque in primo piano la capacità, la professionalità, la competenza specificabile di guidarle; questo al di là di ogni altra considerazione o valutazione.

Per l'operatore di *private equity* i ritorni in termini di prestigio, potere, immagine che possono essere legati al possedere un'azienda piuttosto che un'altra non sono un qualcosa di importante di per sé o da preservare a tutti i costi. Non essendo questi un "valore" in senso economico, tali aspetti non interessano, ne devono interessare. La sola cosa che interessa all'investitore in *private equity* è che la società si sviluppi ed aumenti il suo valore per poter realizzare, in tempo congruo (e solo se le cose vanno bene) un "*capital gain*". Per fare questo è fondamentale che la società sia guidata da persone capaci e competenti, con obiettivi economici e finanziari chiari volti alla massimizzazione dello sviluppo, della competitività e quindi del suo valore. Questo è quello che vuole l'investitore in *private equity*. Nient'altro! Tutto quanto non è funzionale al raggiungimento di tale obiettivo e interferisce con il processo

di sviluppo e di massimizzazione del valore della società, deve essere prontamente eliminato o quantomeno non è di rilievo.

Ed è questa la grande portata "sociale" e "democratica" del *private equity*. Per tutelare i propri interessi, di fatto, questi operatori fanno gli interessi delle aziende, di chi ci lavora e in ultima analisi dell'economia in generale. E come noto, nulla è più efficace, per raggiungere un obiettivo comune, dell'allineamento degli interessi. Funziona molto meglio di qualsiasi legge, imposizione, persuasione morale o quant'altro.

Credo quindi sia giusto auspicarsi, anche nell'interesse dell'economia e delle nostre aziende, che questa attività si consolidi sempre di più anche nel nostro Paese e che, per quanto possibile, si faccia in modo, anche a livello normativo, che si creino le condizioni per agevolare un sempre più rapido ed duraturo sviluppo.

Bibliografia

- Anders G. (1988), *Merchants of debt*, Mackays of Chatham Plc, London.
- Backer G.P., Smith G.D. (1998), *The New Financial Capitalist: Kohlberg Kravis Roberts and the Creation of Corporate Value*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Burrough B., Helyar J. (1990), *Barbarians at the Gate*, Harper & Row Publishers Inc., New York.
- Ferrario M.C. (1991), *Management Buy-Out. Strumenti finanziari per un'imprenditorialità diffusa*, ISEDI, Torino.
- Geisst C.R. (1995), *Investment Banking in the Financial Systems*, Prentice Hall, Englewood Cliffs.
- Gervasoni A., Sattin F. (2000), *Private Equity e Venture Capital*, Edizioni Angelo Guerini e Associati, Milano.
- Golden W.J., Little A.D. (1984), "Leveraged Buyouts as a Corporate Development Tool" *The Journal of Business Strategy*.
- Grassini F., Bona M. (1988), *Leveraged Buyouts: un istituto da diffondere anche in Italia?*, Il Mulino, Bologna.
- Hayes II S., Hubbard P. (1990), *Investment Banking*, Harvard Business School Press, Boston.
- Lane F.C. (1982 e 1996) (1973, traduzione italiana di Einaudi, Torino), *Merchant of Venice*, John Hopkins Press, Baltimore.
- Liaw T. (1999), *The business of Investment Banking*, J. Wiley and Sons, New York.
- National Center for Employee Ownership (giugno 1999), *Leveraged ESOP's and Employee Buyouts*, National Center for Employee Ownership, Oakland CA.
- Reed S. (1999), "Buyout Fever", *Business Week* (14 agosto 1999).